

INFOGRAFÍA

# SECTOR FINANCIERO

En 2018 se pagarán menos de \$20 en protección social por cada \$100 destinados al pago de intereses de Lebacs y Leliqs.



Autoridades  
UNIVERSIDAD NACIONAL  
DE AVELLANEDA

RECTOR

**Ing. Jorge Calzoni**

SECRETARIA GENERAL

A cargo de la Coordinación del  
Observatorio de Políticas Públicas

**Dra. Patricia Domench**

COORDINADOR

Módulo Política Económica

**Mg. Santiago Fraschina**

## RESUMEN GENERAL

- La economía argentina está aún lejos de haber alcanzado una posición de equilibrio o haber logrado una estabilización plena.
- El primer brote de insustentabilidad del modelo hizo metástasis con la crisis cambiaria, la cual se terminó esparciendo al resto de los sectores y actores de la economía.
- El colapso sobrevino en el medio de la aplicación del programa consensuado con el Fondo Monetario Internacional, en el marco del acuerdo *stand by* perfeccionado hace escasos tres meses.
- Su puesta a punto no resultó neutral en términos de medios empleados, ni de resultados alcanzados.
- En cuanto a lo primero, se erigió como un puente traumático hacia la discontinuidad del esquema de metas de inflación, el cual se probó ineficaz. En términos de sus efectos, la implementación no logró frenar la sangría de dólares ni atacar los problemas estructurales de nuestra matriz económica.
- En ese marco, el acuerdo nació muerto. La renegociación planteada desde fines de agosto, marca a las claras que las dificultades relativas al sector externo, en nuestro país, requiere de soluciones más profundas que un mero torniquete financiero.
- Así, tras el nuevo acuerdo marco, el Ejecutivo dispuso la aplicación de un sistema de control de agregados monetarios e intervención sobre el mercado cambiario, el cual no lleva aún cumplido ni un mes entero de implementación.
- Dado este contexto de cambios institucionales dramáticos en un espacio reducido de tiempo, resulta relevante analizar consecuencias. La volatilidad que signó completamente al año 2018, determinó ganadores y perdedores bien diferenciados.
- En la presente infografía ponemos el foco en el sector monetario y financiero de la economía. En tal sentido, estudiamos la evolución de las principales variables en los últimos años, tanto como de los diferentes instrumentos dispuestos para garantizar el financiamiento del actual modelo económico.
- Los números que caracterizan la crisis financiera marcan un incremento notorio en el índice de riesgo país en 2018. Transcurridos casi 10 meses, aumentó un 93% y ya se encuentra 62% arriba del resto de las economías emergentes.
- El aumento en el riesgo país impacta sobre la tasa de interés interna. Con una anual de referencia arriba del 72%, nuestro país es el país de mayor tasa en el mundo, triplicando al segundo.
- Este rasgo redundante en un aumento notorio en el costo de financiamiento para nuestro país. En tal sentido, las Letras del Tesoro ya pagan una tasa del orden del 6% a menos de un año de plazo. Por tanto, para el próximo semestre se acumulan más de U\$S 10.000 millones de vencimientos de este instrumento.
- En igual sentido, también la deuda en pesos presenta un stock creciente en los últimos meses. Las Letras de Liquidez, como nuevo “instrumento monetario estrella”, ya acumula un stock superior a los \$500.000, implicando devengamiento de intereses diarios superiores a los \$1.500 millones.
- Así, en comparación a diferentes conceptos reales en un criterio de “costo de oportunidad”, el pago de intereses en una semana es equivalente a la construcción de 7 hospitales de alta complejidad, 62 centros culturales y 136 escuelas públicas
- En adición a las Lebac en liquidación, han implicado un déficit cuasifiscal enorme para el BCRA, el cual ya representa un piso de \$308.000 millones de intereses en 2018.
- Con todo, por cada \$100 en intereses de deuda de corto plazo, en 2018 se destinaron menos de \$20 para protección social.

## INTRODUCCIÓN.

La relativa calma del dólar que se ha visto desde la llegada del nuevo presidente del Banco Central se sustenta en una política monetaria restrictiva, de acuerdo a los lineamientos más ortodoxos, que incluye una tasa de interés real muy elevada y el ajuste del gasto público. El instrumento estrella de este período son las Leliqs (Letras de Liquidez), que emite el BCRA, una colocación de cortísimo plazo destinada solo a las entidades bancarias, con un stock que se acerca a los 600.000 millones de pesos y cuya tasa nominal hoy supera el 70% y no tiene techo (y que por tratarse de un interés compuesto a siete días es incluso superior). La tentación ha sido tan grande que las carteras financieras comenzaron a pasarse a instrumentos en pesos y descomprimir la presión sobre la moneda estadounidense, reflatando la tan mentada bicicleta financiera. Con el objetivo de no expandir la base monetaria en términos reales, el BCRA se ve obligado a negociar constantemente los intereses de las Leliq para retirar el excedente de pesos y que no se corran al dólar, cumpliendo con su objetivo de secar la plaza. Pero el logro de calmar al dólar por esta vía está costando otros objetivos muy importantes en materia económica y social. En primer lugar, las elevadísimas tasas de interés están ahogando a las empresas y los consumidores, con costos financieros que inhiben la inversión productiva y dificultan el día a día de las

firmas, afectando la cadena de pagos. Para el consumidor, el costo de financiación de los saldos de las tarjetas de crédito supera el 100% y las compras en cuotas son cada vez más caras (incluso la del Programa Ahora 12, que tienen una tasa de más del 50%). Estas tasas inducen recesión y alejan la recuperación de la actividad económica, lo que debería ser una prioridad hoy en día; por ejemplo, los últimos datos del comercio internacional muestran una caída del 27 % y del 50% en la compra bienes de capital y automóviles, arrojando un superávit después de muchos meses, un símbolo del freno económico.

El modelo financiero ortodoxo también va por el déficit cero, cuya intención es dar un mensaje al mercado que la prioridad será el pago de la deuda, sin importar las necesidades sociales o de la economía real que tiene la Argentina, un país cuyos indicadores económicos están todos en rojo: caídas de la actividad económica, ventas minoristas, en supermercados y shoppings, destrucción de puestos de trabajo e inflación récord. Aun así, el presupuesto de ajuste abalado por el FMI se votó afirmativamente en la Cámara de Diputados, extendiendo el modelo de especulación financiera, y al día siguiente se aprobó el nuevo acuerdo con el Organismo, con un desembolso de 5.700 millones de dólares para nutrir las reservas del BCRA que están en 48.500 millones de dólares.

Por otra parte, si antes la bomba de las Lebacs preocupaba a todo el mundo, se intentó desarmarla para dar una señal de sustento. Pero el desarme no fue más que su remplazo por las Letras de Liquidez, un activo que pueden suscribir los bancos a siete días. Dichos plazos son incluso peores que las Lebacs, y ponen en riesgo permanente la posibilidad de un desarme de carteras y su pase al dólar. Así, los rendimientos que se están ofreciendo al público para que no compre dólares (la situación de las tasas altas en el pequeño ahorrista) son una elevadísima tasa de interés en plazos fijos, que llega al 50% con anual. Esas tasas se sustentan (apalanca) con Leliq, dejando una ganancia para el banco de varios puntos porcentuales. Pero ante un cambio de escenario que implique el retiro del dinero por parte de los ahorristas, los bancos cuentan con un instrumento casi instantáneo para hacerse de dinero, lo que lleva atada la necesidad de tener que emitir por parte del BCRA (salvo que se pongan condicionamientos a los retiros, que podría incluir el cambio de activo por un bono compulsivo, tipo Plan Bonex de diciembre de 1989), con el posible impacto en el precio del dólar y la inflación. A fines de octubre los plazos fijos alcanzaron los 1.400.000 millones de pesos (unos 35.000 millones de dólares). Por estos motivos, las altas tasas están generando burbuja que comienza a ser una nueva bola de nieve, por la enorme presión contenida en activos en pesos, que puede desembocar en otra brusca devaluación y salto inflacionario. A esto hay que sumar la ficción de las letras del Tesoro en dólares (Letes) que se integran en pesos y pagan en dólares. Esto también lleva la necesidad de estar permanentemente viendo cuanto se renueva a cada vencimiento de Letes, si bien los plazos

superan los 180 días, presionando sobre el dólar spot, o los 30.969 millones de dólares en depósitos en los bancos, que tienen un respaldo contable. Varios analistas alertan por el nivel de endeudamiento del gobierno, lo que se refleja en los intereses del presupuesto. Pero el problema financiero es el modelo monetario-cambiario, que no logra que la economía se haga de dólares genuinos. Recién ahora se vio un superávit en la balanza comercial, pero por el desplome de las importaciones. Incluso, pesar del tipo de cambio nominal elevado, las exportaciones cayeron en septiembre un 5% interanual. Se dificulta así, revertir genuinamente el rojo de la cuenta corriente, teniendo que recurrir a medicinas amargas para la actividad económica y social; y como se sabe en economía, la diferencia entre el producto potencial y el efectivo, nunca se recupera.

## EL CÍRCULO SE CIERRA UNA VEZ MÁS.

La vuelta al Fondo y luego del cambio de autoridades en el Central, llevaron a la implementación de una férrea política monetaria, terminando con el anterior esquema de metas de inflación tan vanagloriado por el gabinete económico. A esto debe sumársele el intento de una convergencia acelerada hacia el déficit fiscal cero que se traduce en recortes presupuestarios masivos de cara al año entrante. El nuevo esquema monetario se propuso crecimiento cero de la base monetaria hasta 2019 y desinflar el hasta ahora tan utilizado

instrumento del Central para absorber los pesos que lanzaba a la economía: la Letra del Banco Central (Lebac). No obstante, fue reemplazado por otro instrumento que empezó a operar como referencia y regulador del dinero circulante: la Letra de Liquidados (Leliq). La tasa de interés que ya había venido subiendo como forma de intentar contener la escalada del dólar, con el nuevo esquema monetario se ubica en niveles inéditos superando el 70%, convirtiéndose en un verdadero desafío para el desarrollo de las actividades productivas y comerciales de las pequeñas y medianas empresas, pero también para cualquier adquisición a crédito que pretendan realizar los consumidores.

El nuevo esquema monetario y fiscal, y un dólar que luego de alcanzar un record histórico de \$ 42 parece haberse estabilizado por debajo de los \$ 37 en los últimos días, ha llevado nuevamente a analistas y funcionarios a considerar que la nominalidad de la economía argentina, especialmente la que tiene que ver con el tipo de cambio, ha vuelto a los causes de la estabilidad. La aceleración de los precios que ya está golpeando de sobremanera a todos los sectores medios y populares, pequeñas y medianas empresas, jubilados y pensionados, y al mercado interno en general, es desde la óptica oficial un momento de turbulencia que hay que transitar para volver a una senda del crecimiento y retomar el combate contra la inflación. Dichos sectores han sufrido un duro golpe, que todavía continuará haciéndose sentir durante los próximos meses, pero al mismo tiempo le ha dado un impulso a la rentabilidad de los sectores exportadores, que se ven favorecidos por el nuevo dólar, ante costos en pesos que han crecido menos. Esto podría hacer suponer que implica un

impulso a las exportaciones y un desaliento de las compras externas como los gastos de turismo en el exterior.

No obstante, una mirada más fina del asunto hace entrever que las cuestiones macroeconómicas lejos están de haberse resuelto y que incluso estamos en la antesala de una renovación de las viejas recetas que nos han llevado a esta situación.

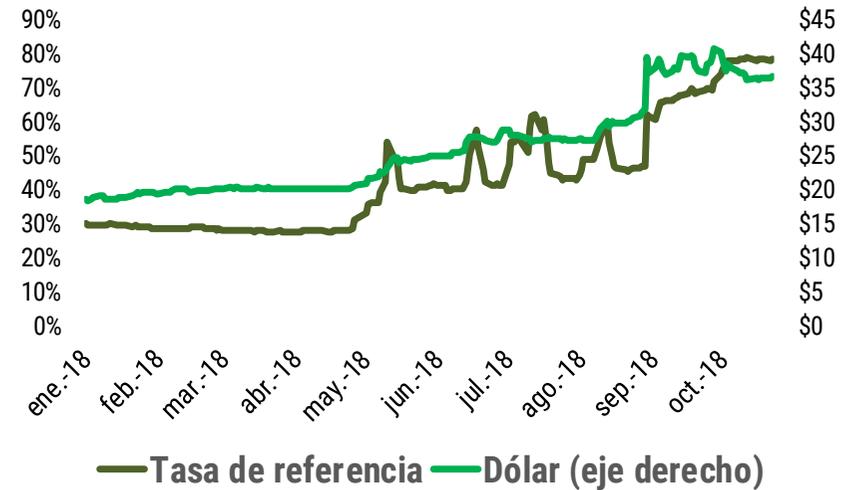
Por un lado, el nuevo presidente del Banco Central mantiene una política de tasas de interés estratosféricas, más dura aún que el anterior esquema de metas de inflación, producto de su política de no crecimiento de la base monetaria. De la misma forma que con la anterior estrategia monetaria, la no creación de dinero y la elevadísima tasa de interés en pesos estaría enfocada en desalentar el consumo presente y alentar el consumo futuro, es decir, alentar el ahorro. Desincentivando el consumo lo que consigue es “secar la plaza” de pesos, fomentando que los agentes económicos ahorren, lo cual desalienta la demanda agregada y de esta forma la presión sobre los precios.

Lejos de las fantasías monetaristas de la actual gestión de gobierno, Fondo Monetario incluido, lo que en realidad la nueva política de tasas por las nubes busca es renovar el ingreso de capitales voluntarios y especulativos de corto plazo para conseguir un ingreso de divisas que permita recuperar un dólar apreciado. Esto es lo que realmente está detrás del descenso del dólar desde los \$ 40/42 hasta el actual \$36/37 y que es el telón de fondo de la verdadera consecuencia de la suba de las tasas locales. Es decir, renovar la política monetaria que nos ha llevado a la actual situación de crisis, inflación desbocada y pérdida de poder adquisitivo de las

mayorías populares.

Sin embargo, esta renovación de la política de ingreso de capitales privados a través de una tasa de interés particularmente elevada presenta unas bases marcadamente más frágiles que aquellas mostradas en los dos primeros años de gobierno, cuando todavía se arrastraban ciertas condiciones favorables del modelo económico previo. Es decir, el retorno del esquema monetario especulativo de la primera etapa (2016/2017) presenta ahora riesgos sustancialmente mayores e indicadores financieros más deteriorados. Algunos de estos tienen que ver con niveles de deuda sobre PBI más altos, un crecimiento de los precios mayoristas y minoristas acelerado y una situación económica/social ciertamente frágil.

### PRINCIPALES VARIABLES FINANCIERAS (en % TNA y en \$ por cada U\$S)

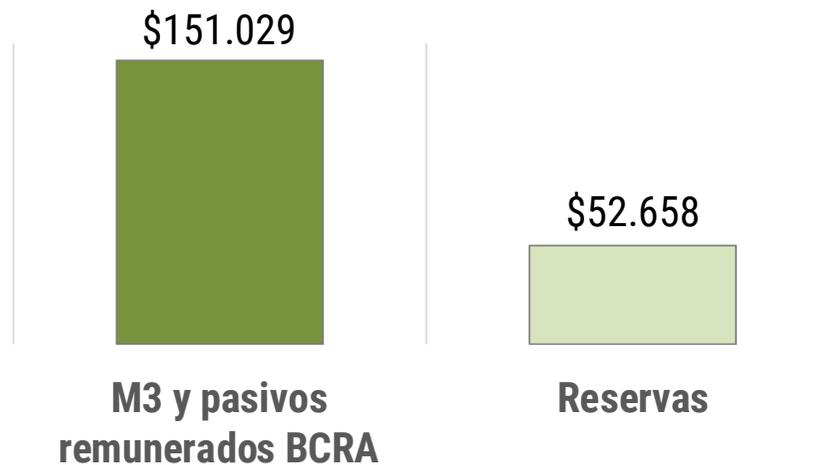


Fuente: elaboración propia, en base a BCRA.

Los sucesivos saltos en el precio del dólar a lo largo del año han llevado al Banco Central a elevar su tasa de política monetaria. No obstante, estas nuevas tasas han conseguido esporádicamente contener el precio del dólar, pero no su tendencia secular ascendente, lo que ha requerido nuevas subas de tasas con su correspondiente impacto en la actividad económica doméstica. La nueva política del Central, su meta de creación cero de billetes y monedas adicionales y la correspondiente tasa de interés que dicha restricción produce, sumado al espaldarazo record que el Fondo Monetario ha otorgado a las reservas internacionales, hacen

pensar que finalmente la corrida sobre el dólar ha finalizado. Cuando se constata que los desequilibrios de la economía doméstica lejos de corregirse aumentan, esta expectativa termina por evaporarse.

### AGREGADOS MONETARIOS, AGOSTO 2018 (en millones de U\$S)



Fuente: elaboración propia, en base a BCRA.

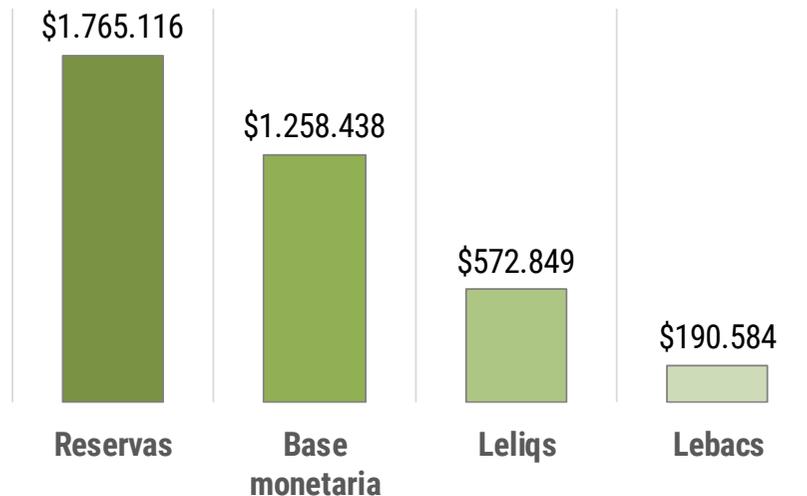
## CAMBIA DE NOMBRE EL INSTRUMENTO, SE MANTIENE LA POLÍTICA.

En el momento en que se hacía evidente el fracaso de la política monetaria, que convirtió el stock de Lebac en una verdadera e inmanejable “bola de nieve”, y muy probablemente por recomendación del FMI, se puso en marcha el “Plan Desarme” de las Letras del Banco Central. Sin embargo, entró a la escena un nuevo instrumento monetario que espera ser la nueva vedette del escenario económico-financiero: la Letra de Liquides, o Leliq a secas. Una de las principales diferencias con respecto a la Lebac es que tiene un plazo sustancialmente menor (7 días), pero sobre todo que es un instrumento al cual pueden acceder solamente los bancos, por lo que quedan excluidos otros tipos de inversores (que solamente pueden aprovechar las altas tasas colocando sus excedentes en los productos financieros que ofrecen los Bancos).

De esta forma los bancos tienen incentivos suficientes para mantener tasas elevadas, captar depósitos, limpiar el mercado de pesos y así tener fondos para comprar las nuevas Letras del Central, lo que les otorga una rentabilidad envidiable a costa del encarecimiento de las actividades productivas y comerciales. En este escenario persiste el problema que tienen y tendrán las PyMEs a la hora de descontar cheques. Lo mismo cualquier consumidor al momento de realizar compras con tarjetas de crédito, por la elevada tasa de interés que ya está rigiendo todas las operaciones financieras.

El flamante presidente del Central, ante el nuevo panorama argumentó que la compra masiva de Leliqs por parte de los Bancos no produciría la mencionada “bola de nieve” como había sucedido con las Lebacs, ahora en proceso de desarme. Sin embargo, la realidad es que la emisión de los nuevos instrumentos ha crecido a una tasa sorprendentemente mayor a la correspondiente en su momento para las Lebacs.

### AGREGADOS MONETARIOS, OCTUBRE 2018 (en millones de U\$S)



Fuente: elaboración propia, en base a BCRA.

Es así que al tiempo que se fue desarmando la montaña de Lebacs, fue creciendo a ritmo acelerado el stock de Leliqs al

punto de que en pocos meses el stock de Leliq ha pasado de valores prácticamente nulos hasta alcanzar los \$ 600 mil millones. De continuar este ritmo muy rápidamente alcanzaría el valor de la base monetaria, a un tiempo record, superando lo ocurrido en el caso de las Lebacs, especialmente en el caso que tarde tiempo en existir la posibilidad de llevar adelante una política de relajación monetaria, lo cual no es esperable en el corto/mediano plazo.

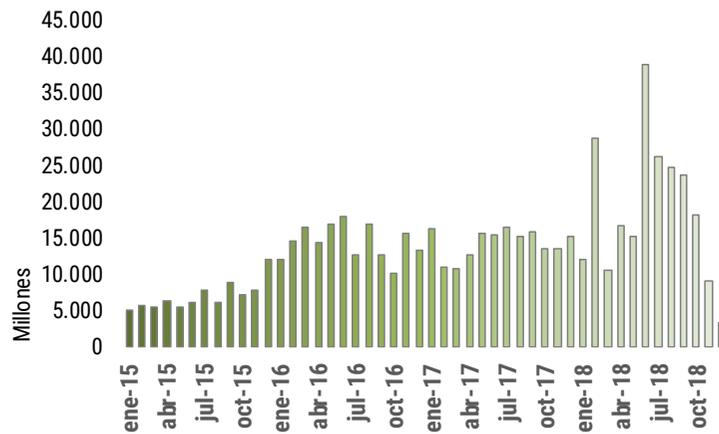
Con lo cual, lejos están de resolverse los desequilibrios en materia de nominalidad. El crecimiento acelerado de las Leliq así lo demuestra.

### EL COSTO DE LA POLÍTICA MONETARIA

Otra forma de concebir la problemática de la política especulativa que lleva adelante el BCRA es teniendo en cuenta los intereses que finalmente devengan en total las inversiones en estos tipos de instrumentos de corto plazo. Es así que se puede observar de qué forma los inversores (locales y extranjeros) han encontrado una fuente de rentabilidad extraordinaria con las masivas licitaciones que ha encarado el Central con el doble objetivo de, por un lado, atraer capitales hacia la compra de dicho instrumento, que además en el caso de ser foráneos aportarían divisas a las reservas internacionales, y por el otro, evitar justamente que ante expectativas de devaluación dichos inversores corran hacia el dólar produciendo un comportamiento “manada”.

No obstante, a medida que los desequilibrios iban creciendo (externos principalmente) los actores iban descontando que los “riesgos de licuación” de sus posiciones en pesos iban creciendo, con lo cual, a cada licitación se hacía evidente que el Central debía ofrecer una tasa más alta para compensar dicho riesgo. Finalmente, las desfavorables condiciones internacionales y los intentos por hacer descender el interés en los primeros meses del año, jugaron un rol clave en la avalancha contra el dólar, a pesar de los esfuerzos en vano que hizo el Central subiendo en sucesivas ocasiones su tasa de referencia, con graves consecuencias en términos de pérdida de reservas record, retorno al Fondo Monetario y una brutal devaluación.

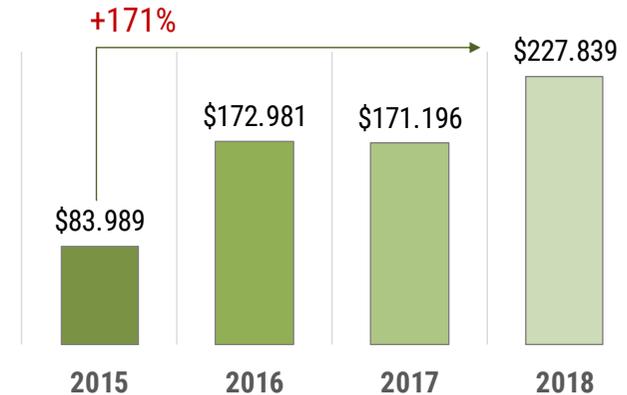
### INTERESES PAGADOS POR LEBACS (en millones de \$ corrientes, serie mensual)



Fuente: elaboración propia, en base a BCRA.

Los costos de la política monetaria pueden medirse en términos de los intereses pagados por los instrumentos emitidos por el Banco Central. Es así que se puede observar cómo los desembolsos en materia de intereses que devengaron las Lebac's han crecido aceleradamente desde 2015.

### INTERESES PAGADOS POR LEBACS (en millones de \$ corrientes, serie anual)



Fuente: elaboración propia, en base a BCRA.

Como puede observarse, los desembolsos que se han realizado en cada vencimiento del instrumento estrella del Banco Central desde diciembre de 2015 hasta la fecha han ido aumentando al ritmo de la cantidad de colocaciones y del interés implícito obtenido por los inversores. De esta forma, ya en el primer año de gobierno los desembolsos en concepto de

intereses devengados por Lebac's ascendieron a \$ 173 mil millones, un 103% superior con respecto al año anterior, el doble. En el año 2017 debido a la situación de relativa estabilidad en el precio del dólar, la tasa de interés se mantuvo estable y, por lo tanto, los desembolsos en concepto de intereses no crecieron. Sin embargo, las turbulencias monetarias y cambiarias empezaron a hacerse sentir en el corriente año consecuentemente con un modelo económico particularmente inestable en el corto plazo, e insustentable en el mediano y largo. Es así que los intereses devengados se volvieron a disparar hasta el momento (faltan las licitaciones de noviembre y diciembre) hasta los \$ 228 mil millones, un 33% superior al año anterior que puede incluso crecer un poco más.

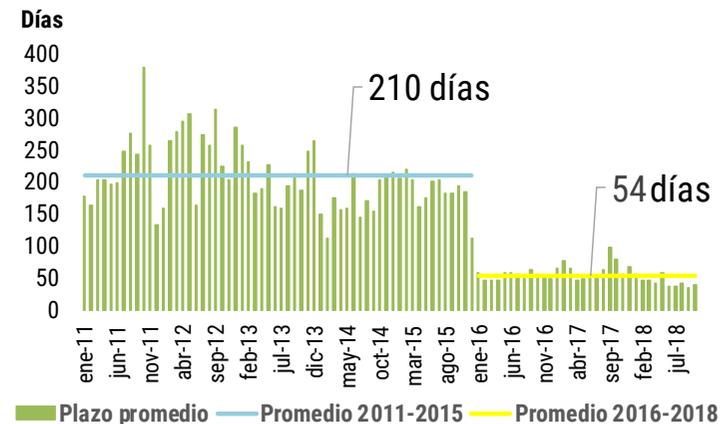
En total los desembolsos en intereses de la política monetaria del Central en materia de Lebac's han crecido un 171% entre 2015 y 2018, en apenas 3 años. Además, hasta la fecha los intereses pagados ascienden a \$ 572 mil millones desde diciembre de 2015.

Al mismo tiempo, puede mencionarse otra diferencia, con respecto a la política monetaria del Central que se implementó previo a diciembre de 2015: los plazos promedio de vencimiento de los instrumentos. En línea con la visión liberal, cortoplacista y de libre mercado de la actual gestión de gobierno, se redujeron los promedios ponderados de los plazos de vencimientos de las licitaciones de las Letras del Banco Central. Esto otorgó una dinámica particularmente volátil y especulativa tanto a la dinámica monetaria como a la que refiere al mercado de cambios. Esto se vio reflejado especialmente en la trascendencia mediática que tuvo

durante el corriente año los llamados “súper-martes” que hacían referencia a mega-vencimientos de Lebac's y a la incertidumbre que generaban en el caso que una buena parte de los mismos no llegasen a renovarse y se dirijan a la compra de dólares para salir del circuito, presionando sobre las reservas del BCRA so pena de una disparada en el tipo de cambio, lo cual finalmente terminó ocurriendo de una manera u otra.

Como se observa en el gráfico, los plazos promedio ponderados por el monto de las colocaciones han descendido considerablemente de un promedio de 210 días en el periodo 2011-2015, a un promedio de 54 días en lo que va de mandato de la nueva gestión nacional de gobierno.

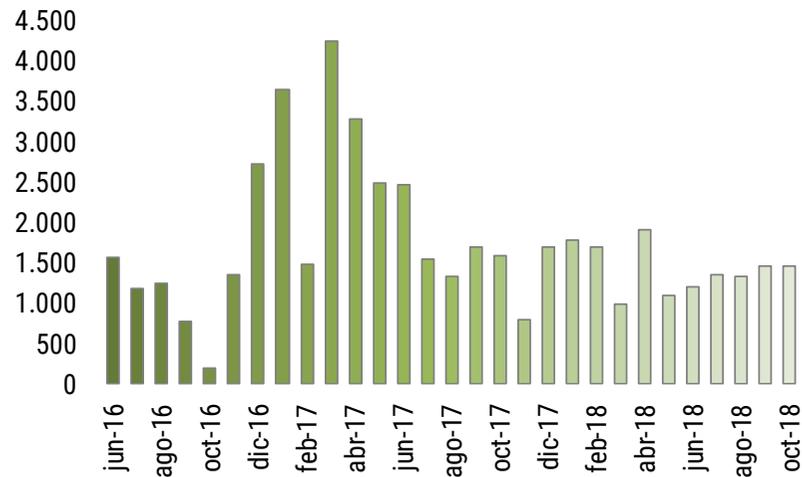
### VIDA MEDIA DEL STOCK DE LEBAC'S (en cantidad de días promedio)



Fuente: elaboración propia, en base a BCRA.

Por otro lado, otro de los instrumentos que ha cobrado especial relevancia son las Letras emitidas por el Tesoro Nacional, o Letes, como se las conoce.

### EMISIÓN DE LETRAS DEL TESORO (en millones de U\$S)

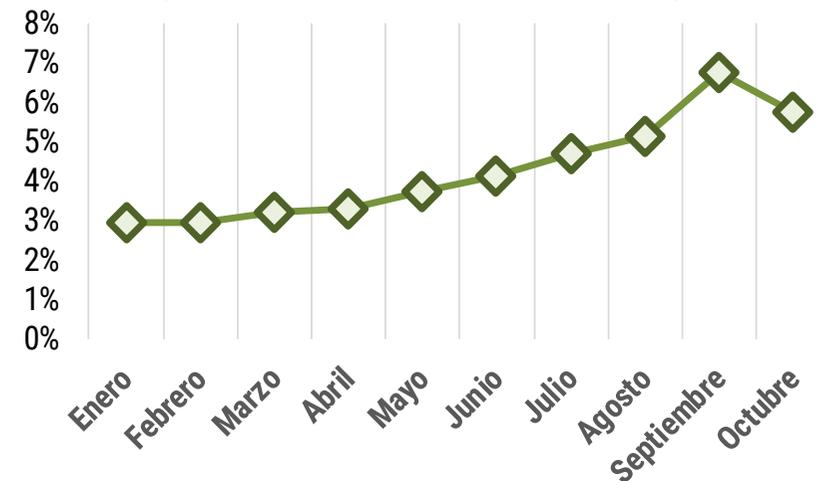


Fuente: elaboración propia, en base a Ministerio de Hacienda y Finanzas

La colocación de Letras del Tesoro en dólares ha sido una fuente constante de dólares que ha ido a financiar vía el Banco Central, los distintos conceptos que demanda el actual modelo económico como son el déficit comercial de bienes y servicios, los pagos de intereses y del capital de la deuda, la remisión de utilidades y dividendos al exterior y la fuga de

capitales. Es así que ha sumado unos USD 50 mil millones las emisiones de Letes en apenas 3 años.

### TASA DE INTERÉS DE LETES DEL TESORO (en % de TNA, promedio a cada mes)



Fuente: elaboración propia, en base a Ministerio de Hacienda y Finanzas

Por otro lado, se observa como la tasa de interés necesaria para realizar las colocaciones se fue deteriorando crecientemente hasta rondar el 7% en septiembre, lo cual demuestra no sólo el encarecimiento de la toma de crédito en dólares por parte del Ministerio de Finanzas sino también la desconfianza subyacente acerca del proceso de endeudamiento actual. Como se comentó, ahora la estrategia oficial ha cerrado el canal de endeudamiento de las Lebac,

pero ha abierto el de las Leliq, el cual no se presenta como menos volátil, mientras que mantiene el canal utilizado vía Ministerio de Finanzas con sus Letras. De cada a 2019, la incertidumbre lejos está de haberse evaporado.

## LA SANGRE DE LA CRISIS LLEGÓ AL RÍO.

La inestabilidad financiera y cambiaria del año 2018 se propagó fuertemente a los mercados accionarios y de bonos. El salto en el tipo de cambio, que tomó fuerza en abril y continuó hasta la renuncia de dos presidentes del BCRA en tan solo dos meses y medio, hizo visible la insustentabilidad del modelo económico. Esto se tradujo en magros desempeños de los distintos activos del mercado de capitales. En primer lugar, esto se percibe a través del índice Merval, que muestra la evolución general de las acciones en el mercado argentino. Este año acumula una caída de un 1% nominal en pesos y, medido en dólares, la baja alcanza el 52,1%.

### EVOLUCIÓN DEL MERVAL (número índice, en dólares)

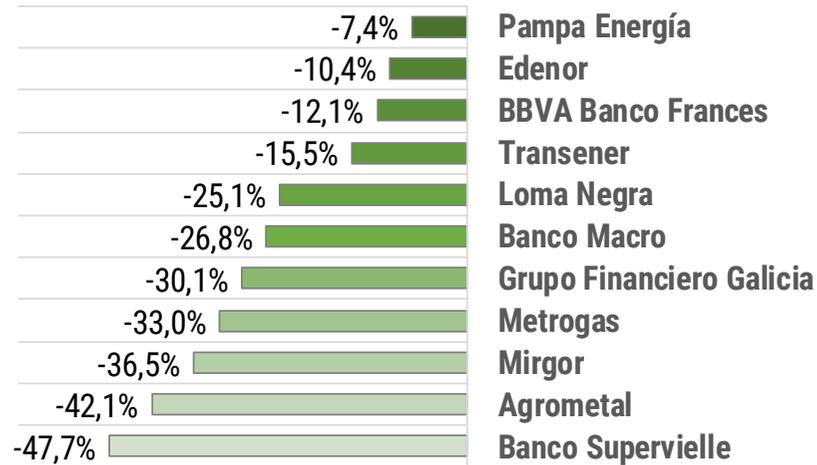


Fuente: elaboración propia, en base a IAMC.

En el siguiente gráfico se muestra la evolución acumulada de la cotización de las principales acciones argentinas, que en lo que va del año caen hasta un 47% en pesos.

### PRINCIPALES ACCIONES DEL Merval

(en % de variación acumulado, primeros 9 meses 2018)



Fuente: elaboración propia, en base a información de mercado.

Si bien el mercado accionario sufre una merma generalizada, el modelo económico que llevó a ésta, tuvo sectores beneficiados y perjudicados. Al analizar los índices agrupados por sector de actividad entre de las empresas que cotizan en bolsa, se percibe el desvío.

### RENTA VARIABLE, SEGÚN SECTOR

(en % de variación acumulado para cada período)

| Sector                 | Variación % año 2018 | Variación acumulada desde 2016-2015 |
|------------------------|----------------------|-------------------------------------|
| Servicios Públicos     | 2,9%                 | 375,8%                              |
| Energía                | 128,6%               | 344,8%                              |
| Metalmecánica          | -32,1%               | 180,8%                              |
| Agropecuario           | 28,4%                | 167,6%                              |
| Bienes raíces          | -10,8%               | 132,8%                              |
| Siderurgia             | 63,2%                | 128,1%                              |
| Financiero             | -10,0%               | 110,8%                              |
| Construcción           | -27,1%               | 82,1%                               |
| Telecomunicaciones     | 13,9%                | 55,9%                               |
| Minerales no metálicos | -42,2%               | 29,8%                               |
| Química y otros        | -18,8%               | 26,1%                               |
| Comercio               | -7,0%                | 21,4%                               |
| Alimentos y Bebidas    | -30,1%               | -21,9%                              |

Fuente: elaboración propia, en base a IAMC.

En la tabla se observa que tanto las empresas energéticas como las de servicios públicos acumulan un alza muy superior a la cotización del dólar en el periodo (277%). En el otro extremo, las empresas de alimentos y bebidas llegan a caer

21,9% nominal en pesos en los últimos 34 meses. Lejos de ser un fenómeno local, el magro desempeño de las empresas también se verifica en la percepción de los mercados en el extranjero. Los ADR son títulos que representan un número de acciones de una empresa, pero que se negocian en la bolsa de Nueva York. En la siguiente tabla se muestran las caídas de los principales ADRs de empresas argentinas. Entre los seleccionados, ninguno ha logrado un alza en su cotización desde el inicio de año.

### ADR ARGENTINOS

(en % de variación acumulado, primeros 9 meses 2018)

| Empresa                    | % de variación acumulada 2018 |
|----------------------------|-------------------------------|
| Banco Supervielle          | -73,0%                        |
| Grupo Fin. Galicia         | -64,6%                        |
| Banco Macro                | -63,2%                        |
| Loma Negra                 | -62,8%                        |
| Banco Francés              | -56,6%                        |
| Irsa                       | -55,4%                        |
| Edenor                     | -55,1%                        |
| Pampa Energía              | -53,7%                        |
| Telecom Argentina          | -52,3%                        |
| Corporación América        | -51,0%                        |
| Central Puerto             | -48,8%                        |
| Cresud                     | -48,6%                        |
| Despegar                   | -43,8%                        |
| Transportadora Gas del Sur | -37,1%                        |
| YPF                        | -34,8%                        |
| Ternium S.A.               | -7,5%                         |
| Tenaris                    | -6,8%                         |
| Mercadolibre               | -5,3%                         |
| IRSA Propiedades           | -1,0%                         |

Fuente: elaboración propia, en base a información de mercado.

Fuente: elaboración propia en base a RAVA  
 Finalmente, la inestabilidad se verificó también en el mercado de títulos de renta fija. El riesgo país, indicador que aparece en los diarios argentinos en momentos de fragilidad financiera mide, esencialmente, cuán riesgoso es que el Estado no cumpla con el pago su deuda. Se entiende que la mayor tasa que pagan los países en relación con la tasa de los bonos de Estados Unidos se explica, justamente, por el riesgo de no pago. Por lo tanto, este indicador se construye captando la diferencia entre las tasas de unos y otros. Entonces, la suba del riesgo país evidencia el crecimiento de la desconfianza en que Argentina cumpla con las obligaciones contraídas en materia de títulos públicos.

Durante 2018, se evidenció una fuerte caída en el precio en que se negocian los bonos argentinos, redundando en fuertes subas de la tasa de interés y un alza en el riesgo país del 93,1%. En septiembre había alcanzado los 783 puntos, superando el 100% de incremento en el año. En definitiva, la insustentabilidad económica se hizo visible en la inestabilidad cambiaria durante todo 2018. Como no podía ser de otra forma, se propagó fuertemente a todo instrumento del mercado de capitales. A partir de esta percepción es que éstos han mostrado, en términos generales, magros rendimientos en lo que va del año.



Fuente: elaboración propia, en base a EMBI-JP Morgan.